

A RÉSZVÉNYTULAJDONOSI ÉRTÉKKÉPZÉS MÓDSZERE MINT A STRATÉGIAI MENEDZSMENT FONTOS ESZKÖZE

A vállalati missziókban többnyire szerepel annak megfogalmazása, miszerint a vállalat legfontosabb célkitűzése: maximalizálni a részvényesek számára a hozamot – részint osztalék-fizetéssel, részint pedig az árfolyamok emelkedésével. A tanulmány célja: bemutatni ezt a hozammaximalizáló módszert, azt, hogy mire képes, és milyen vezetői-döntési feladatokban hol, milyen segítséget tud nyújtani a vezetőknek abban, hogy feladatukat minél sikeresebben, a tulajdonosok teljes megelégedésére tudják ellátni. A tanulmány definiálja a használt legfontosabb fogalmakat, majd ismerteti a részvénytulajdonosi érték kiszámításának módját. A következő rész az érték növelésének módjával, folyamatával foglalkozik, majd bemutatja, hogy hogyan lehet mindezt a vezetői döntések megalapozására fölhasználni, és mely vezetői döntések, vállalatirányítási rendszerek működését tudja a módszer segíteni.

A tipikus vállalati misszió igen gyakran tartalmaz egy általános célkitűzést: a vállalat, ill. a menedzsment maximalizálni kívánja a részvényesek számára a hozamot. A részvényesek által a vállalatba fektetett tőke megtérülésének mérésére, ill. ezen megtérülés maximalizálása módjának meghatározására az egyik legsikeresebb módszer a részvénytulajdonosi érték képzésének elemzése (shareholder value creation analysis).

A beruházásokra vonatkozó előterjesztéseket a felsővezetés általában mindenütt nagy figyelemmel kíséri és legtöbbször maga fogadja el. Gyakorta előfordul sok vállalatnál, hogy az elfogadott beruházási projektumok (kevés számú speciális esettől eltekintve) teljesítik a megtérülési követelményeket, azaz a tőke költség-követelményt, ugyanakkor a vállalat egésze problémákkal küzd, nem termeli meg az elvárt hozamot, értéket a részvényesek számára. Ez a helyzet azért állhat elő, mert egy vállalat mai működése korábbi - más alapon meghozott - projektumok, beruházási döntések összességének eredője, míg a mai működése során az összkiadásai között a beruházások csak egy relatíve kis százalékarányt képviselnek; a többi bevétel-kiadással, ill. a vállalat egészével (mint egyetlen „kvázi-projekt”-tel, vagy „mega-projekt”-tel) szemben is hasonló értelmű megtérülési követelményeket

kellene szembesíteni, mint az egyedi projektumokkal szemben, hogy megítélhető legyen: történik-e értékképzés a részvényesek számára, vagy sem.

A vállalati menedzsment gyakorta szembesül a következő kérdésekkel:

- Hogyan ítéltető meg egy stratégiai fontos-ságú kérdésre adott ilyen vagy olyan válaszanak, döntésének hatása?

- Képez-e értéket az elfogadott stratégia a tulajdonosoknak, és ha igen, akkor mennyit?

- És vajon a tulajdonosok elégedettek lehet-nek-e ezzel?

- Tényleg ez-e a maximális képezhető érték?

- Hogyan ítéltető meg az alternatív stratégiák közti különbség?

Egy vállalat egészére, vagy annak bármely részére, divíziójára, üzletágára, sőt akár operatív egységére, üzemére a továbbiakban részletesen ismertetett módszerrel kiszámítható a részvényesek számára képzett érték. Az egyes egységek kialakíthatják stratégiai elképzeléseiket, amelyek esetenként alternatív stratégiákban, cselekvési sorokban, stratégiai akciócsoportokban jelennek meg. Ezen akciók, akciócsoportok jövőbeli cash-flow-jának előrejelzése alapján ki lehet számítani a részvénytulajdonosi értékképzést, és meg lehet

ítélni, melyik stratégiai alternatíva maximalizálja a vizsgált egység által előállított értéket.

Ez összvállalati szinten pl. azt jelenti, hogy az (egymást egyébként ki nem záró, konzisztens) üzletági stratégiai lehetőségeknek melyik az az együttese, kombinációja, amely maximalizálja a vállalat egésze által a részvényesek számára előállítható értéket.

Egy ilyen részvénytulajdonosi értékképzés-elemzésnek az elvégzése tehát az egyedi projektumok értékképzésére éppúgy használható, mint akár vállalati szintre, és az egyedi projektumoktól fölfelé, egészen az összvállalati szintig egyértelmű döntési helyzetbe hozza az összes döntéshozó vezetőt. A projektértékelés általánosan elfogadott diszkontált cash-flow alapú értékelése kiterjeszthető és felhasználható arra is, hogy egész stratégiák, stratégiai csomagok, alternatívák potenciális értékképző hatását bemutathassuk a döntéshozóknak.

A részvénytulajdonosi érték definiálása

Egy vállalat vagy annak bármely részének (divízió, üzletág) teljes üzleti értéke a sajáttőkéje értékének és a hiteltőkéje értékének összege. Ezt az üzleti értéket (vállalat esetén) „a vállalat értékének”, is nevezik, és a sajáttőke értékét nevezik részvénytulajdonosi értéknek (shareholder value):

$$\text{vállalatérték(VÉ)} = \text{hitelek értéke(H)} + \text{részvénytulajdonosi érték(RTÉ)}$$

A vállalatértékből a hitelérték a vállalat által használt idegen források piaci értéke, azaz felvett (tartós lekötésű) hitelek piaci értéke, plusz az olyan tartós kötelezettségek értéke mint pl. az elsőbbségi részvények osztalékainak értéke, vagy kibocsátott vállalati kötvények piaci értéke.

A részvénytulajdonosi érték tehát:

$$\text{részvénytulajdonosi érték} = \text{vállalatérték} - \text{hitelek értéke}$$

Vagyis, a részvénytulajdonosi érték megállapításához először meg kell határozni a vállalat üzleti/piaci értékét, majd pedig ebből le kell vonni a hitelek piaci értékét.

Egy vállalat piaci értékét többféle módszerrel lehet meghatározni. A részvénytulajdonosi értékképzés elemzése során a piaci alapú, a jövőbeli várható jövedelmeken mint az érték generálóján alapuló számítási módszert alkalmazzuk

(azaz a jövőbeli várható cash-flow-k jelenbeli értékét számítjuk ki). Ez a módszer - azon kívül, hogy a legelfogadottabb, leggyakrabban használt módszer az üzleti érték számítására - azért is jó módszer a részvénytulajdonosi érték meghatározásához, mert a ténylegesen (osztalék vagy árfolyamnyereség formájában) hozzájuk kerülő pénzt jeleníti meg.

A jövőbeli cash-flow-k megállapításakor azonban nem lehet a végtelenségig előrejelezni a várható cash-flow-kat, így a módszer a jövőt (alapvetően) két időszakra osztja: egy előrejelzési időszakra, amelynek minden évére előrejelezzük a várható cash-flow-kat, és egy azutáni időszakra, amelynek cash-flow-it már nem tudjuk megbízhatóan előrejelezni, így az ezen időszak jövedelméből származó értéket egy kissé eltérő eljárással lehet megbecsülni.

A vállalat piaci értéke, a vállalatérték három részből tevődik össze:

(1) Az előrejelzési időszakban keletkező, a működésből származó nettó cash-flow-k (free cash-flow from operations) jelenértékeinek összege, amit a növekedés (előrejelzés) időtartama alatt keletkező értéknek is neveznek, plusz

(2) Az ún. „maradványérték” (continuing value vagy residual value), a vállalatnak az előrejelzési időszak utáni működéséből származó értékének jelenértéke, plusz

(3) A cash-re konvertálható vagyonelemek, azaz a piacképes, piaci értéken értékelhető, szükség esetén készpénzzé tehető értékpapírok értéke (ebbe beleértve a nem értékpapír formájú pénzügyi befektetéseket is, pl. társaságokban való tulajdoni részek, kft-üzletrészek stb.), valamint olyan eszközök piaci értéke, amelyek működése nem szükséges a vállalati tevékenység ellátásához, és amelyek működéséből származó cash-flow nem szerepel az (1) pontban használt cash-flow-értékekben. Az ezen elemekből származó érték is a részvénytulajdonosokhoz jut a vállalatban mint szervezeti (pl. holding) áttételen keresztül.

A részvénytulajdonosi érték meghatározása

• *A növekedés (előrejelzés) időtartama alatt keletkező érték*

A részvénytulajdonosi értékképzés elemzése a vállalati projektértékelésnél már jól ismert és Magyarországon is általánosan használt diszkontált cash-flow- (DCF-) módszert használja, kissé

módosított, kibővített formában. A DCF-módszer általános menete, a nettó cash-flow-k jelenértékének számításán bemutatva a következő:

(a) megállapítunk egy előrejelzési időszakot (n év),

(b) amelynek minden egyes évre előrejelezzük az adott év nettó cash-flow-ját (net cash-flow vagy free cash-flow)

(c) egy előre megállapított tőkeköltséggel mint diszkontrátával ezeket a cash-flow-értékeket diszkontáljuk, s így kapjuk az egyes évek nettó cash-flow-inak jelenértékét

(d) a diszkontált cash-flow-k összege adja az előrejelzési időszak működéséből származó részvénytulajdonosi értékreszt

Ennek a folyamatnak a leírása, ill. az egyes lépések módszertana szerepel a következőkben:

Az előrejelzési időszak kiválasztása

Az előrejelzési időszak megállapítása az első érdemi döntési pont. Az időszak hosszának kiválasztását, megállapítását a következő tényezők együttes figyelembevételével tehetjük meg:

- Hány évre előre tudjuk viszonylag megbízhatóan előrejelezni azokat a külső körülményeket (elsősorban piaci és szabályozási pl. adó feltételek, lehetőségek), amelyek leginkább hatnak a jövőbeli cash-flow alakulására?
- Milyen a termék/szolgáltatás életciklusának hossza?
- Milyen a termék/szolgáltatás előállításához/nyújtásához szükséges beruházási javak elavulási ciklusának hossza?
- Milyen helyen van a termék/szolgáltatás az életgörbéjén? Mennyi idő múlva következik be érdemi változás (pl. az életciklus-görbén növekvő fázisban lévő termék esetén mikorra várható az érettség bekövetkezése, avagy, egy stabil, érett piaci helyzetű termék esetében mikor következik be a hanyatlás kezdete)?

Mindezen tényezők együttes figyelembevételével kell eldönteni, milyen időhorizontig (hány évre) kell/tudjuk megtenni az előrejelzést.

A különböző üzleti tevékenységek esetén természetesen eltérhetnek, ill. el kell térniük az időhorizontoknak. Ha az értékképzés „mérése” során egy egységes, minden üzleti tevékenységre

azonos időhorizontot használnánk, akkor az életgörbe elején lévő üzleti tevékenységeket (amelyek nagy tőkebefektetéseket igényelnek az életgörbe embrionális és a növekedési fázisaiban, míg a megtérülés csak később következik be) relatíve rosszabb értékképző potenciálúnak fogunk értékelni, mint az érett, folyamatosan nagy pozitív nettó cash-flow-jú, már kis beruházásigényű tevékenységeket, holott az előző üzleti tevékenység hosszabb időtávon akár sokszorta fölülmúlhat egy érett szektort értékképzési potenciáljában. A vállalat egésze számára a különböző tevékenységek eltérő időhorizontjait az eredményének konszolidálásakor kell figyelembe venni, és vállalati szinten akár több, esetleg eltérő megbízhatóságú előrejelzési időszakot kell kiválasztani, s ezekre kell a képzett részvénytulajdonosi értékekre jó becsléseket készíteni.

A nettó cash-flow kiszámítása

A nettó cash-flow azért releváns számérték, mert ez reprezentálja azt a pénzáramlást, ami elérhető mindkét vállalati tőketulajdonos csoport, a részvényesek és a hitelezők számára is.

Az egyes évek nettó cash-flow-jának kiszámítása a MOL-ban is ismert, a gyakorlatban a projekt-cash-flow-k számítására kialakított módon történjen. Itt most csak röviden összefoglaljuk a nettó cash-flow kiszámításának módját. Ez a következő:

(1) A cash-flow meghatározásánál a kiindulási alap az értékesítés nettó árbevétele (sales). Ez - ha néhány évig tartó, stabil, folyamatos árbevétel-növekedés jelezhető előre, akkor - úgy is megadható, mint az előző év nettó árbevétele szorozva az értékesítés növekedési rátájával; ez utóbbi ráta azt mutatja meg, hogy az az idei évi nettó értékesítés hány %-kal nagyobb az előző évinél.

(2) Az előző számértékből le kell vonni az értékesítés költségét, s így jutunk a (kamat- és nyereség-adófizetés előtti) üzemi-üzleti eredményhez (operating profit). Az értékesítés költsége az értékesített termék/ szolgáltatás előállításával és forgalmazásával kapcsolatos összes közvetlen és közvetett költséget jelenti (az amortizációval együtt).

Az üzemi-üzleti eredményt - szintén egyenletes változásokat feltéve - úgy is megkaphatjuk, ha az értékesítés nettó árbevételét megszorozzuk az ún. működési profithányaddal (operating profit margin); ez utóbbi definíció szerint:

működési profithányad = (üzemi-üzleti eredmény) / (értékesítés nettó árbevétele)
(A működési profithányad - egyébként közgazdaságilag ez egyfajta fedezet - a későbbiekben még többször említett, igen fontos pénzügyi mutató.)

(3) Következő lépésként az üzemi-üzleti eredményből le kell vonni a fizetendő nyereségadót. E lépést követően kapjuk az adó utáni eredményt.

(4) Az előző lépésben kapott számot módosítani kell az állóeszközökbe történt beruházások, valamint a forgótőke-állományban bekövetkező nettó állományváltozásaival: a pozitív előjelű/szaldójú állományváltozást le kell vonni, míg a negatív szaldójút hozzá kell adni a (3) lépés eredményeként kapott értékből. Az említett két közgazdasági kategóriát nevezik pótlólagos állóeszköz-beruházásnak (incremental fixed capital investment) ill. pótlólagos forgóeszköz-beruházásnak (incremental working capital investment).

Ezen két tétel definíciói:

állóeszközökbe történt beruházások
állományváltozása = \pm (adott évi,
állóeszközökbe történt beruházások - adott
évi amortizáció)

Az állóeszközökbe történt beruházott összeg (főleg növekedő vállalat esetén) az esetek túlnyomó többségében nagyobb, mint az amortizációs összeg, így ez az állományváltozás általában pozitív, ami csökkenti a működési cash-flow-t.

forgóeszközök állományváltozása =
 \pm (adott évi forgóeszköz-állomány - előző
évi forgóeszköz-állomány)

A forgóeszközök állományváltozásába tartozik a vevőállomány, a szállítóállomány, a készletek és egyéb forgóeszköz-tételek állományváltozása.

Az eszközállományok változását két másik viszonyzámmal is szokás jellemezni, amikor a pótlólagos eszközállomány-változás mértékét az adott év nettó értékesítési árbevétel-növekményéhez viszonyítják.

A definíciók:

pótlólagos állóeszköz-beruházás növekedési
rátája = (adott évi, állóeszközökbe történt
beruházások - adott évi amortizáció)/adott évi
értékesítés nettó árbevétel-növekménye

pótlólagos forgóeszköz-beruházás növekedési
rátája = (adott évi forgóeszköz-állomány -

előző évi forgóeszköz-állomány)/adott évi
értékesítés nettó árbevétel-növekménye

Ezen lépés végén, azaz a beruházási állomány-változásokkal való módosítás eredményeként kapjuk a nettó cash-flow értéket.

Az előzőekben felsorolt különböző közgazdasági kategóriák és ráták segítségével egy adott év net-tó cash-flow-ja az alábbi képlettel is kiszámítható:

nettó cash-flow = [(az előző évi értékesítés nettó árbevétele) * (1 + értékesítés növekedési rátája) * (működési profithányad) * (1 - nyereségadó rátája)] - [(az előző évi értékesítés nettó árbevétele) * (értékesítés növekedési rátája) * (pótlólagos állóeszközberuházás növekedési rátája + pótlólagos forgóeszközberuházás növekedési rátája)]

Ha a képletben szereplő összes adat, ill. ráta rendelkezésünkre áll, akkor e képletet használva könnyen, gyorsan ki lehet számolni a nettó cash-flow-t. Ha az egyes évek között nagyobb változások vannak, és pl. e ráták nem állandóak legalább néhány évre, akkor ezt a rövid számítási módot nem lehet alkalmazni, hanem minden évre külön-külön, az előbbieken részletezett procedúrával kell a nettó cash-flow-kat kiszámolni. A képletben szereplő első tagot szokás egyébként cash-inflow-nak is nevezni, míg a második tagot cash-outflow-nak is nevezik.

A diszkontráta,
illetve a tőke költség

A vállalatérték számításához az egyes évek nettó cash-flow-inak jelenbeli értékére van szükségünk, a jelenérték megállapításához pedig diszkontálni kell. Fölmerül tehát a kérdés: Milyen diszkontrátát alkalmazunk?

Egy vállalat egészét általában részben saját-tőkével, részben hiteltőkével finanszíroznak. Ennek következménye, hogy egy vállalat egészének nettó cash-flow-ját e tény figyelembevételével kell diszkontálni, azaz olyan diszkontrátát kell alkalmazni, amely kifejezi a saját-tőke és a kölcsöntőke arányát, relatív súlyát, valamint ezen tőkerészek tulajdonosainak a vállalat finanszírozásában felvállalt eltérő kockázatvállalását. Ezen kritériumoknak megfelelő diszkontráta az ún. súlyozott átlagos tőke költség (weighted average cost of capital, WACC), amelynek a definíciója:

súlyozott átlagos tőke költség = $[D/(D+E)] * rD + [E/(D+E)] * rE$

ahol

D : a vállalat hosszú lejáratú és tartósan lekötött rövid lejáratú hiteleinek állománya

E: a vállalat sajáttőkéje

rD: a hitelek megtérülési követelménye, azaz a hitelek súlyozott kamatlába (%-ban)

rE: a sajáttőke megtérülési követelménye, azaz a tulajdonosok által elvárt tőkemegtérülés (%-ban)

(Megjegyzés: a hitel és sajáttőke arányát hívják egy vállalat tőkeszerkezetének, míg a tőkeáttételnek, leverage-nek vagy gearing-nek nevezett $D/D+E$ arányt szokták alkalmazni a tőkeszerkezet jellemzésére.

Pl. egy húsz %-ban hitelből és nyolcvan %-ban sajáttőkével finanszírozott cég esetén, ahol a sajáttőke megtérülési követelménye tizennégy %, az átlagos hitelkamatláb tíz %,

a súlyozott átlagos tőkekölség $= 20/100 * 10 \% + 80/100 * 14 \% = 13.2 \%$

Egy ilyen vállalat esetén a vállalat egészének nettó cash-flow-ját ezzel a 13.2 %-kal kell diszkontálni.)

Egy olyan egység esetén, ami jogilag nem önálló (pl. divízió, üzletág), s így pl. nem jelenik meg önálló hitelfelvevőként, nem lehet értelmezni, ill. alkalmazni a vállalati súlyozott átlagos tőkekölséget mint diszkontrátát. A vállalati teljes hitelállomány üzleti tevékenységekre, divíziókra, vagy üzletágakra való „visszaosztásával” több probléma is fölmerülhet, nevezetesen:

- Az üzleti tevékenységek egy része olyan, hogy akár projektumaik többsége is hitelképes a bankok számára, azaz külső forrásból is finanszírozható.

- Más tevékenységek, mint pl. a kockázati tőkekihelyezésnek minősülő kutatás, vagy a csak nagyon hosszú idő után megtérülő, de kötelezően elvégzendő környezetvédelmi beruházások csak saját forrásból finanszírozhatóak.

- Egy projektum hitelből való teljes megfinanszírozhatósága esetén sem igaz az közgazdaságilag, hogy ehhez a tényhez a projektum „jósa” önmagában elég (s ezért az erre a projektumra fölvetett hitelt teljesen az adott üzleti tevékenységhez, pl. üzletághoz „telepítsük”), hiszen a hitel fedezete a vállalat egésze, s nem az adott üzletág, vagy maga a projektum.

A hitelek „szétosztásakor” a legfontosabb kérdés az, hogy milyen alapon osszuk szét ezeket? Állóeszközarányosan? Ez nem jó, hiszen a lényegében állóeszközök nélküli üzletágakra nem terhelnénk semmit a vállalati hitelek terheiből.

Tartósan lekötött álló- és forgóeszközök állománya szerint? Ez már a kereskedelmi üzletágakra nézve is jelentene hitelterheket, de a kutatási üzletágakra még mindig nem, hiszen azok kockázati tőkekihelyezéssel finanszírozódnak, vagyis nem hitelből.

A helyzetből a kiutat az egyes üzleti tevékenységek eltérő üzleti kockázatát jól reprezentáló, differenciált tőkekölségek rendszere jelentheti, ahol az üzleti kockázattal arányban álló megtérülési követelmények alakítják a diszkontrátát, és nem a vállalat, ill. az egyes projektumok finanszírozásával kapcsolatos megfontolások (hitel- kontra sajátforrás arányai).

Az egyes vállalati egységek által használatos diszkontrátát a vállalatközpontnak kell megállapítania és megtérülési követelményként „kiszabni” az egyes egységekre. Ezen egységeket a vállalatközpont finanszírozza, így ezen egységek teljesen sajáttőkéből finanszírozottnak tekinthetők. A vállalatközpont által megkövetelt megtérülési ráta, diszkontráta lehet:

(a) Minden divízió, ill. üzletág esetén ugyanazon érték, mint a vállalat egészére vonatkozó súlyozott átlagos tőkekölség; ekkor a vállalatközpont (eszközarányosan) „szétteríti” mindenkire a források megtérülésének költségét. Ez a megoldás csak akkor alkalmazható, ha a vállalat különböző (önálló tervezési) egységei által folytatott üzleti tevékenységek kockázatai nagyjából azonosak.

(b) A vállalatközpont - éppen a különböző egységek eltérő tevékenységeinek eltérő üzleti kockázata miatt - az egyes egységekre különböző megtérülési követelményeket állít fel, különböző diszkontráták használatát írja elő (differenciált tőkekölségek módszere). Jelen dolgozat nem kíván ezzel foglalkozni.

A nettó cash-flow jelenértéke

A kiválasztott időhorizont minden évre elkészített jövőbeli nettó cash-flow-kat az előzőekben meghatározott módon megállapított diszkontrátával diszkontáljuk és összeadjuk. Ez az összeg az előrejelzési időszak nettó cash-flow-jának jelenértéke, azaz a vállalati érték első tagja. Képletben megadva:

$$PV_e = \sum_{i=1}^n CF_i / (1+r)^i, \text{ ahol}$$

PV_e : az előrejelzési időszak üzleti tevékenységének üzleti értéke

- n : az előrejelzési időszak éveinek száma
 CF_i: az előrejelzési időszak i-edik évének nettó cash-flow-ja
 r : az üzleti tevékenység tőke költség-követelménye, mint diszkontráta

• *A maradványérték meghatározása*

A vállalatnak az előrejelzési időszak utáni működéséből származó értékrésze az ún. maradványérték. A gyorsan lefutó divatiparok esetén, ahol a termékéletről és a termék-előállításához szükséges beruházási javak cseréjének ciklusa egyaránt rövid, ez a maradványérték relatíve kicsi. Az olyan iparágak esetében - és ilyen az olajipar is - ahol a termékek életciklusa igen hosszú, ahol a beruházások ciklusa évtizedes nagyságrendű, ahol magas az állóeszközök között az ingatlanok aránya stb., vagyis ahol a tőkelekötés időhossza meghaladja azt az időhorizontot, amelyre a piaci körülményeket, így a nettó cash-flow-kat még viszonylag megbízhatóan előre lehet jelezni, a maradványérték aránya igen nagy lehet, így különösen fontos a maradványérték becslésének módja.

Két nagyon fontos megjegyzést kell tenni. Az egyik az, hogy miközben a maradványérték jelentős arányt képviselhet a teljes vállalatértékben, a maradványérték nagyságára komoly hatással vannak azok a feltételezések, amelyeket az előrejelzési időszakra nézve, az előrejelzési időszak nettó cash-flow-inak kiszámításakor tettünk. Ilyen feltételezések pl. az eladások növekedési rátája, a költségek arányának változatlansága vagy éppen folyamatos, valamilyen irányú változása stb., azaz éppen az értékképzés hajtóerőire, az ún. value driver-ekre tett feltételezések. Ugyanis, a maradványérték meghatározásakor legfőképpen azt kell figyelembe venni, hogy az előrejelzési időszak végére milyen állapotba kerül a vállalat, milyen a piaci helyzete, értékesítései, költségei, beruházási ráfordításai stb.

A másik fontos megjegyzés, hogy nincs egységes, egyetlen, minden helyzetre és alkalomra megfelelő módszer a maradványérték megállapítására.

Az olyan, hosszú tőkelekötésű iparágak esetén, mint pl. az olajipar, az ún. örökjáradék-típusú maradványérték-számítási módszer a legelterjedtebb és a legrealisztikusabb eredményű, hiszen ha pl. nyolc évre tudjuk előre becsülni egy üzleti tevékenység cash-flow-ját, ugyanakkor a működtetett eszközpark tizenöt évig működőképes, akkor joggal lehet arra számítani, hogy az

előrejelzési időszak utáni időben egy nagyjából stabil, érdemi változások nélküli folyamatos működés következik be. Az örökjáradék-módszer azt tételezi föl, hogy az előrejelzési időszak utáni időszakban az üzleti tevékenység esetleges új befektetései (pl. rekonsztrukció) éppen a tőkeköltség-követelménynek megfelelő megtérülést hoz, azaz az üzletág vagy vállalat átlagosan éppen a tőkeköltségnek megfelelő beruházásokat hajt végre, vagyis az előrejelzési időszak utáni időszakban végrehajtott pótlólagos beruházások nettó jelenértéke éppen nulla. Ha pedig ez így van, akkor az ezen évekhez tartozó cash-flow-k esetleges változása nem befolyásolja az üzleti értéket. Ennek következtében ugyanazt a maradványértéket kapjuk, mintha egy, az előrejelzési időszak utáni összes többi évre egy átlagos, ugyanazon értékű cash-flow-t tételeznénk föl.

Az örökjáradék-módszer az olajiparban közel áll a valósághoz, hiszen lényegében azon a feltételezésen alapszik, hogy az előrejelzési időszak utáni években nagyjából egyenletes, stabil cash-flow-k állnak rendelkezésre, azaz az évenkénti cash-flow-k egy örökjáradék-szerű jövedelmet biztosítanak. Mivel a végtelen évig tartó, évenkénti azonos összegű cash-flow jelenértéke:

$$PV(\text{örökjáradék}) = \text{évenkénti azonos cash-flow/diszkontráta, ezért}$$

a maradványérték is ezzel a képlettel számítható, azaz

$$RV = CF_p / r, \text{ ahol}$$

RV : az üzleti tevékenység maradványértéke (az előrejelzési időszak végén!)

CF_p: az előrejelzési időszak utáni évek évenkénti nettó cash-flow-ja

r : az üzleti tevékenység tőkeköltség-követelménye mint diszkontráta (ez üzletág esetén az üzletági tőkeköltség-követelmény, a vállalat egésze számára pedig a súlyozott átlagos tőkeköltség értéke)

Az örökjáradék-módszerrel történő maradványérték-becslés tehát nem feltételezi, hogy minden, az előrejelzési időszak utáni évben azonos cash-flow lesz, csak azt a feltételezést tartalmazza, hogy a pótlólagos ráfordításoknak olyan, a tőkeköltséggel megegyező jövedelmzősége lesz, ami emiatt már nem módosítja az üzleti értéket; ennek következtében aztán a tényleges és az örökjáradékkal számolt maradványérték ugyanaz lesz.

A maradványérték-számításnak tehát egyetlen érték viszonylag megbízható becslésére kell koncentrálnia, ez pedig a CF_p. Ennek a legegyszerűbb, de a gyakorlati élet próbáját remekül kiálló módja az, hogy az előrejelzési időszak utolsó évének cash-inflow-ját, (azaz a pótlólagos, új beruházások nélküli cash-flow-ját) adjuk meg mint az azután következő évek (extra növekedés nélküli) pénzáramlását. Ezt azért tehetjük meg, mert éppen az örökjáradék-módszer lényege az, hogy az olyan pótlólagos beruházások, amelyek megtérülése azonos a tőkekölttségével, már nem teremtenek új értéket, így ezek hatása semleges; vagyis az előrejelzési időszak utáni időszakban olyan beruházási politika folyik, amely csak az amortizációt forgatja vissza a vállalkozásba, s ezen beruházások megtérülése éppen a tőkekölttséggel azonos, azaz az ilyen beruházások nettó jelenértéke éppen zérus. Ha matematikailag akarjuk e hatást bemutatni, akkor pl. hivatkozhatunk a cash-outflow-t definiáló képletre is: cash-outflow = (az előző évi értékesítés nettó árbevétele) * (értékesítés növekedési rátája) * (pótlólagos állóeszközberuházás növekedési rátája + pótlólagos forgóeszköz-beruházás növekedési rátája). E szorzatsor utolsó tagja zérus, így a teljes cash-outflow is zérus.

Mivel a CF_p-nek az előbbieket szerint meghatározandó értéket adjuk, ebből látszik, hogy milyen fontos az előrejelzési időszak éveinek cash-flow-ját minél jobban, megbízhatóbban előrejelezni.

A módosított örökjáradék-módszer lényegében azonos az előzővel, azzal a különbséggel, hogy az előrejelzési időszak utáni időszakot is két részre bontja. Ugyanis, ha az előrejelzési időszakban az adott üzleti tevékenység növekedési rátája (pl. az értékesítés növekedéséé) mondjuk évi négy %, akkor kevésbé realisztikus azzal számolni, hogy az előrejelzési időszak pl. öt éve után azonnal zérus %-os növekedésű lesz az üzleti tevékenység. Ha az üzlet bizonytalanságai miatt az előrejelzési időszak pl. öt év, de abban érdemi növekedés prognosztizálható, akkor a valósághoz közelebb állhat egy olyan föltételezés, hogy az előrejelzési időszak után még bizonyos ideig, néhány évig növekedni fog az üzleti tevékenység, egy, az előrejelzési időszak növekedési rátájánál alacsonyabb rátával (mondjuk pl. évi két %-kal). Ekkor a maradványérték becslésének időszaka két időszakra bontható: a korlátozott növekedés időszakára és a növekedésmentes időszakra. Ilyen esetben a maradványérték számítása kissé eltér az előzőekben megadottól, s az

alábbiak szerint számítható:

$$RV = \left[\sum_{j=1}^m CF_j / (1+r)^j \right] + \left[1/(1+r)^m * (CF_p/r) \right],$$

ahol

RV : az üzleti tevékenység maradványértéke (az előrejelzési időszak végén!)

m : az előrejelzési időszak utáni, korlátozott növekedés időszaka, években

CF_j: a korlátozott növekedés j-edik évének nettó cash-flow-ja

CF_p = a korlátozott növekedés utáni évek évenkénti nettó cash-flow-ja CF_m*(1+g)

r : az üzleti tevékenység tőkekölttség-követelménye mint diszkontráta

A korlátozott növekedés időszakának évenkénti nettó cash-flow-i (a CF_j-k) az alábbi módon számíthatók:

CF_j = [(az előrejelzési időszak utolsó évének nettó árbevétele) * (1 + g)^j * (működési profithányad) * (1 - nyereségadó rátája)] - [(az előrejelzési időszak utolsó évének nettó árbevétele) * (g)^j * (pótlólagos állóeszközberuházás növekedési rátája + pótlólagos forgóeszközberuházás növekedési rátája)],

ahol g : a korlátozott növekedés rátája, míg a többi szükséges értéket (működési profithányadot, valamint a pótlólagos álló- és forgóeszköz-beruházás növekedési rátáit) vagy az előrejelzési időszak átlagértékeiként, vagy pedig az előrejelzési időszak utolsó évében meglévő értékeként kell megadni. Véleményem szerint az átlagérték a jobbik megoldás, hiszen az feljezi ki jobban az átlagos költségszintet és az átlagos beruházási ráfordításokat.

A korlátozott növekedés utáni évek évenkénti nettó cash-flow-ja pedig az utolsó év cash-inflow-jával egyenlő, állandó érték:

CF_p = a korlátozott növekedési időszak utolsó évének cash-inflow-ja

Az üzleti tevékenységek közül az életciklusuk alapján már most is érett fázisban lévők esetén az előző, míg az érdemi növekedésű (pl. külföldi expanzióra készülő) üzleti tevékenységek esetén ez utóbbi maradványérték-számítás realisztikusabb.

A maradványérték-számításnak van olyan módszere is, ahol az előrejelzési időszak végét

követő évben egy ún. likvidációs érték áll maradványértékként. E módszer lényege, hogy az előrejelzési időszak végén a társaság fölszámolja az adott üzleti tevékenységét. Ezt kétféleképpen teheti meg:

- piacaival, termékeivel és eszközállományával együtt értékesíti a teljes üzletet (kivonulás az üzletből),

- ténylegesen fölszámolja a tevékenységét; (abbahagyja a tevékenységet, az értékesíthető eszközöket eszközként értékesíti, a többit pedig fizikailag fölszámolja).

Mivel általában az üzleti tevékenység hosszabb ideig való folytatása a reális üzletpolitikai/stratégiai cél, ezért ezen likvidációs maradványérték-számítás ritkábban alkalmazott módszer. Egyébként a tapasztalatok szerint a likvidációs módszer kisebb üzleti értéket hoz, mint az örökjáradék-módszerrel történő üzletértékelés.

A maradványérték meghatározása után - az előrejelzési időszak nettó cash-flow-ihoz hasonlóan - ki kell számítani a maradványérték jelenértékét. A maradványérték jelenértékét úgy számíthatjuk ki, hogy visszaszinkronizáljuk az előrejelzési időszak elejére, azaz:

$$PV(RV) = RV / (1+r)^n, \text{ ahol}$$

PV(RV) : a maradványérték jelenértéke

RV : a maradványérték

r : a diszkontráta

n : az előrejelzési időszak éveinek száma

Egy üzleti tevékenység (pl. üzletág, ágazat vagy vállalat) részvénytulajdonosi értékét a következő számítással becsülhetjük meg:

részvénytulajdonosi érték = teljes üzleti érték - hitelek értéke, ahol

a teljes üzleti érték = az előrejelzési időszak működéséből származó nettó cash-flow-k jelenértéke +

+ a maradványérték jelenértéke +

+ a piacképes értékpapírok értéke

A részvénytulajdonosi érték növelése

Eddig a figyelmünket arra fordítottuk, hogy miképp lehet megállapítani, hogy mennyi a részvénytulajdonosi érték. A továbbiakban arra koncentrálnunk, hogy hogyan lehet részvénytulaj-

donosi értéket képezni, ilyen értéket teremteni, illetve, hogy különböző cselekvési sorok, programok milyen értéket generálnak. Vagyis, ebben a részben azt próbáljuk meghatározni, hogy az egyes alternatív stratégiák, stratégiai akció-csoportok milyen értéknövekedést hoznak létre.

• Az alternatív stratégiák értékének meghatározása

Az előző részekben fölvezetett gondolatmenet alapján értékelni lehet az egyes stratégiai programokat, az általuk létrehozható érték kiszámításával. Nevezzük egy üzleti tevékenység jelenlegi üzleti pozícióját (az ehhez tartozó jelenlegi cash-flow-val) alapesetnek, vagy zérus-esetnek. Ez az alapeset az előző részek összefüggései alapján egy adott, meghatározható részvénytulajdonosi értéket képez. Ha az adott üzleti tevékenység (pl. üzletág) érdemi stratégiai lépéseket nem tervez a jövőre nézve (azaz a jelenlegi helyzetét kívánja fenntartani, még hosszú időn keresztül), akkor az ezen helyzethez tartozó részvénytulajdonosi érték egy adott érték; nevezzük ezt a „zérus-stratégia értékének“.

Ha az adott üzleti tevékenység rendelkezik valamilyen üzleti stratégiával (ami stratégiai célok kijelölésében és az azok elérését szolgáló stratégiai akciók együttesének fölvezetésében fogalmazódik meg), akkor ezen akciócsoport tervezett megvalósításának eredményeként egy, az előző zérus-változattól eltérő részvénytulajdonosi érték jön létre. A két érték közti különbség lesz az, ami a stratégiai program végrehajtásának következményeként jön létre, azaz

a stratégiai program által létrehozott hozzáadott részvénytulajdonosi érték (azaz a stratégia üzleti értéke) = a stratégiai program végrehajtása esetén meglévő részvénytulajdonosi érték - a stratégiai program nélküli (avagy zérus-stratégias) részvénytulajdonosi érték

A zérus-stratégias részvénytulajdonosi érték az üzletnek azt az értékét reprezentálja, amikor azzal a feltételezéssel élünk, hogy az adott üzlet a továbbiakban nem képez hozzáadott értéket; más szóval, az adott üzleti tevékenység nem rendelkezik értékképzési potenciállal. A zérus-stratégias értéket a meglévő adatok alapján, a maradványérték becslésének korábban ismertetett módján lehet kiszámítani:

zérus-stratégia értéke = jelenlegi cash-flow*/tőkeköltség + piacképes értékpapírok értéke - a hitel piaci értéke

A stratégiai program végrehajtása esetén meglévő részvénytulajdonosi értéket az előző részben ismertetett módon lehet meghatározni, azaz:

(1) először meg kell határozni az előrejelzési időszak hosszát,

(2) majd előre kell jelezni ezen időszak éveire a teljes üzleti tevékenység, beleértve a stratégiai akciók összességének együttes hatása/eredménye alapján várható nettó cash-flow-kat, jelenértéken

Ha az előzőek szerint egy adott stratégiai program által generált, hozzáadott értéket meg tudjuk határozni, akkor több stratégiai alternatíva összehasonlítására is lehetőségünk van: nem kell mást tenni, mint az egymástól részben vagy egészben eltérő, részben vagy egészben más tartalmú stratégiai programok, alternatív akciócsoportok által generált részvénytulajdonosi értékeket külön-külön ki kell számítani. Így egy érdemi eszköz, lehetőség áll a döntéshozók rendelkezésére: számszerűen meg lehet „mérni”, meg lehet ítélni az egyes stratégiai alternatívák közötti különbségeket. A döntéshozók egyértelműen látják az egyes stratégiai alternatívák által képzett részvénytulajdonosi értékeket, így érdemi döntési pozícióba kerülnek, amikor választaniuk kell, melyiket fogadják el, ill. ha módosítani kívánják, akkor a módosításnak mi a generált értékre való hatása. Nagyon gyakran előfordul, hogy egy projektum vagy projektumok egy csoportját ki kell hagyni az akciók közül, avagy bizonyos ideig el kell ezt/ezeket halasztani, pl. forráshiány miatt. A részvénytulajdonosi érték módszerével egyértelműen számszerűsíteni lehet, hogy akár egyetlen projektum is mennyivel járul hozzá a részvénytulajdonosi értékhez, ill. mekkora értéktől esünk el, ha nem valósítjuk meg, vagy csak később valósítjuk meg.

• A részvénytulajdonosi értékképzés folyamata

Az értékképzés folyamatában fontos lépés annak végiggondolása, hogy hogyan alakíthatóak ki alternatív stratégiák, ill. ha verbálisan ki is tudunk alakítani alternatív elképzeléseket, jövőképeket,

* az utolsó év cash-inflow-ja, vagy ha az éves cash-inflowk ingadozóak, akkor a közelmúlt - néhány év - cash-inflow-inak átlaga, inflációval tisztítottan, azaz adott utolsó évi pénzben kifejezve.

akkor azoknak hogyan jelenik meg az értékképző hatása.

Az 1. ábrán egy olyan összefoglalást mutatunk be, amelyen értelmezhető a részvényesek számára megjelenő hozzáadottérték képződésének folyamata. Ez az ábra mutatja be a lényegi kapcsolódási pontokat a részvényesek számára történő értékképzés mint legfőbb vállalati cél és az alapvető értékképző elemek/hajtóerők között.

Az ábrán a legalsó szinten szerepelnek a vezetői döntések. Ezek a működésre, a beruházásokra és az üzleti tevékenység finanszírozására vonatkozó döntések lehetnek.

A működési és a beruházási döntések az üzleti tevékenység piaci pozícióinak megtartását és erősítését célzó döntések, míg a finanszírozási döntések a vállalati tőkeszerkezetet módosítják; ezek alapján változnak vagy változhatnak az ún. értékképző hajtóerők (value drivers) az értékei.

A fő, alapvető értékképző elemek, tényezők, paraméterek, az értékképzés hajtóerői az ábra második szintjén szerepelnek. Ezek a hajtóerők az alábbiak:

- értékesítés növekedési rátája; definíciója: adott évi nettó értékesítési árbevétel/előző évi nettó értékesítési árbevétel,

- üzemi/üzleti eredmény profitrátája (operating profit margin); definíciója: kamat- és adófizetés előtti üzemi/üzleti eredmény/nettó értékesítési árbevétel,

- társasági nyereségadó kulcsa,

- forgótőke/forgóeszköz-beruházás,

- állóeszköz-beruházás,

- tőkeköltség, és

- az értéknövekedés/az előrejelzés időtartama.

E hét hajtóerő közül az első öt az előrejelzési időszak nettó cash-flow-jának értékét befolyásolja, a tőkeköltség ezen nettó cash-flow-k jelenértékeire van nagy hatással, míg az értéknövekedés/ előrejelzés időtartama a maradványértékre van erőteljes hatással.

A vállalati vezetők a döntéseikkel nagyobb vagy kisebb mértékben szinte minden esetben módosítják a hajtóerők értékét vagy jövőbeli várható értékét, s ezeken keresztül a képzett/képezhető részvénytulajdonosi értéket. Az elemzési módszer nagyban segíti a vezetőket, hogy föl tudják mérni döntéseik hatását a képzett értékre, illetve, e módszert alkalmazva, a vezetők az egyértelműen értéknövelő döntéseket tudják meghozni.

Az olyan működési döntések hatása mint pl. a termékcsoportokra vonatkozó termelési döntések, árazás, reklám-promóció, fogyasztói szolgáltatások stb. elsődlegesen három hajtóerő mértékén - az értékesítés növekedési rátáján, a működési profitrátán és a fizetendő társasági nye-reségadó nagyságán - mérhető le. A beruházási döntések mint pl. csökkenő készletszint, kapacitásnövelő rekonstrukció, a kiskereskedelmi értékesítési hálózat fizikai bővítése stb. elsősorban két hajtóerő értékét módosítják: a forgó- ill. az állóeszköz-állomány nagyságát.

A fizetendő társasági nyereségadó nagyságára operatív és finanszírozási döntések együttesen hatnak, az amortizációs és a hitelfelvételi politikán, ill. az ezekre vonatkozó vezetői döntéseken keresztül.

Az értékesítés növekedési rátája, az üzemi-/üzleti eredmény profitrátája, forgótőke/forgóeszköz-beruházás és az állóeszköz-beruházás azok a potenciális értéknövelő elemek, amelyek a piac nyújtotta lehetőségek minél jobb kiaknázására szolgálnak pl. a beruházások, az értékesítés volumenének növekedése és/vagy a működési profitráta növekedése (azaz a költségeknek az értékesítési árbevételhez való abszolút vagy relatív arányának javulása) a nettó cash-flow javulását hozzák létre, azaz végső soron a részvénytulajdonosi értéket növelik.

A tőke költségre mint az értékképzés egyik elemére már kevésbé direkt hatása van a vezetőknél. Vállalati szinten ez a ráhatás jóval direktebb, hiszen azt a döntést, hogy milyen a vállalat tőkeszerkezete, azaz az idegen tőke (hitelforrások) és a saját tőke aránya, mindenkor a vállalati felsővezetés hozza meg. A tőkeáttétel változása/változtatása pedig változtatja a tőke megtérülési követelményét, azaz a tőke költséget. Ha a vállalat egészére vonatkozó tőke költségek növekszik, akkor az egyes üzleti tevékenységekkel szembeni megtérülési követelmények is nőnek.

Az értéknövekedés/előrejelzés időtartama is fontos és a menedzsment kompetenciájába tartozó kérdés. Már szó volt arról, hogy mely tényezők, mely kérdésekre adott válaszok alapján lehet kiválasztani az előrejelzés időtartamát. Ha e kiválasztott időszak túl rövid, akkor olyan évek hozzáadott értékét becsülhetjük alacsonyabbra a várhatónál, amelyekben még érdemi értéknövekedés van; ha túl hosszúra választjuk az időhorizontot, akkor olyan évek cash-flow-ját is előrejelezzük, ahol ez már csak nagyon bizonytalanul tehető meg, így a maradványérték nagysága nem fogja helyesen reprezentálni a tényleges értéket.

Azaz, ki kell választani azt az időhorizontot, amire még biztosan igaz az, hogy az egyes akciók mint projektek adott évi hozamai meghaladják a tőke költséget. Az ezutáni időszak részvénytulajdonosi értékhez való hozzájárulását reprezentálja a maradványérték.

Az ábra harmadik szintjén látható az a három fő számérték, amely bázisadatként szolgál a hozzáadott érték kiszámításához:

- az egyes évek nettó cash-flow-i, valamint az előrejelzési időszak utolsó éve utáni átlagos cash-flow mint annuitás-érték,

- az alkalmazandó diszkontráta mint a tőke költség-követelmény számszerű értéke,

- a hiteltőke nagysága; ez utóbbi csak vállalati szintű értékszámítás esetén szükséges, a súlyozott átlagos tőke költségek meghatározásához.

A negyedik, legfelső szinten pedig az egész tevékenység célja szerepel: *a részvényesek számára létrehozott új érték, ami osztalék és/vagy árfolyamnyereség formájában juthat a részvényesek birtokába.*

• A kiválasztott stratégiák értékelési folyamata

Minden egyes alternatív stratégia esetén az adott stratégia (explicit vagy implicit módon) tartalmazza a megbízható, ésszerű, reális feltételezéseket, várakozásokat, avagy előrejelzéseket. Az adott stratégia-változat értékelése arra irányul, hogy az egyes feltételezéseknek, ill. előrejelzéseknek (pl. a hajtóerők előrejelzett értékeinek) milyen hatásuk van a képzett értékre a „legvalószínűbb eset” bekövetkezése esetén.

Az értékelési folyamat következményeként (üzletági szinten) az üzletágvezetőnek képesnek kell lenni arra, hogy megválaszolja a következő kérdéseket:

- Hogyan érintenék/érintik az alternatív stratégiák a részvénytulajdonosi értéket?

- Melyik stratégia képi valószínűleg a legnagyobb értéket?

- A kiválasztott stratégia esetében milyen érzékeny az általa generált érték a belső és külső tényezőkre, amelyeken az előrejelzés alapult?

Vállalati szinten az alábbi plusz kérdésekre is kielégítő választ kell tudni adni:

- A vállalati portfólióban lévő üzleti tevékenységek közül melyik képezi a legtöbb értéket?

- Melyik üzleti tevékenység(ek)nek van korlátozott érték képző potenciálja (s így melyek az esetleges eladás, kivonulás, felszámolás célpontjai)?

- Az egyes üzleti stratégiáknak melyik (együttesen is megvalósítható!) kombinációja generálja a legtöbb értéket?

- Mely üzleti tevékenységek cash-generálók és melyek cash-elnyelők?

- Milyen mértékben képes a vállalat saját, a működésből származó belső forrásaiból finanszírozni az elfogadásra javasolt stratégiát, és milyen addicionális hitelforrás vagy részvénykibocsátásból/tőkeemelésből származó extra sajátforrás lehet szükséges a vállalt stratégia elérésének megfinanszírozásához?

Értékelés összehasonlítási módszerekkel

Az értékelési folyamat első lépése az előrejelzések megbízhatóságának megítélése. Ez több módszerrel (ill. ezek együttes alkalmazásával) történhet. Az egyik módszer az, hogy az az előrejelzésekben szereplő értékek (pl. értékesítés nettó árbevétele, költség szint a nettó árbevételhez képest, forgóeszköz-igényesség stb.) alakulását összehasonlítjuk az üzleti tevékenység múltbeli, ill. jelenbeli hasonló adataival. Egy ilyen összehasonlítással ki lehet szűrni az irreálisan optimista előrejelzéseket mint pl. az értékesítés növekedési rátájának gyors növekedése (az ún. „hokiütő-effektus”). Az összehasonlítás során az előrejelzés reális voltát tesztelhetjük, pl.: Reális-e az a feltételezés, hogy az adott üzleti tevékenységben évről-évre javul a működési profitráta (azaz a nettó árbevételhez képest fokozatosan egyre kisebb a költségek hányada). Ezt az ún. retrospektív összehasonlítást általában három-öt évre visszamenő, reálértéken figyelembe vett számokkal szokták elvégezni.

Az előrejelzések realitásának, megbízhatóságának vizsgálatokor hasznos eszköz lehet a „bench-marking” módszere. Ennek során külső, vállalatok kívüli összehasonlító mércét alkalmazunk: az ipárág többi vállalatának vagy csak az élenjáró vállalatának adatait, előrejelzéseit. Amikor a vállalat előrejelzéseit össze hasonlítjuk az iparági várakozásokkal, előrejelzésekkel, akkor a következő kérdések a legfontosabbak:

- A mi előrejelzéseink konzisztensek-e az ipárágban szereplő vállalatok és az iparági szakértők általános/átlagos előrejelzéseivel?

- Ha igen, akkor realizisztikus-e azt feltételezni, hogy a mi teljesítményünk az „átlagos” szinten lesz?

- Ha nem, akkor mely tényezőkben (pl. mely hajtóerők esetén) tér el a mi várakozásunk az iparági átlagostól? Realisztikus ez az eltérés?

Értékelés érzékenység-vizsgálatokkal

A különböző stratégiák értékelésének legfontosabb módszere az ún. értékképzési érzékenységvizsgálat. Ez a belső és külső hatótevényzők hatásainak értékelésére szolgál.

Ha a kezdeti/alapváltozatnak tekintett/tekintethető értékszámítást elvégeztük, akkor a következő nagyon fontos kérdést kell megválaszolnunk: Mely értékképző elemek, hajtóerők vannak a legnagyobb hatással a képzett részvénytulajdonosi értékre? E kérdésre a legjobban bevált módszer az érzékenységi vizsgálat: az egyes értékképző elemek, hajtóerők egy %-os változása mekkora részvénytulajdonosi értékváltozást okoz (ceteris paribus).

Az egyes hatóerők egyenkénti változásainak hatásait úgy is össze lehet vetni, hogy összehasonlítjuk az egyes elemek relatív módosító hatását a képzett értékre; ezt nevezzük a relatív hatások elemzésének. Pl. ha a működési profitráta (egyedüli) egy %-os változása egy Mrd Ft részvényesi értékváltozást okoz, az értékesítés növekedési rátájának egy %-os változása pedig csak 80 millió Ft-nyit, akkor azt mondhatjuk, hogy a részvényesi értékképzés kb. 12-szer érzékenyebb a működési profit-ráta változására, mint az értékesítés volumenében bekövetkező egy %-os változásra. Ez a tény szinte kiemeli a többi hajtóerő közül a működési profitrátát, s így a vezetés figyelmét az eladások erőltetése helyett inkább a költségek csökkentése irányába orientálja.

Az érzékenységvizsgálatokat természetesen egy %-nál nagyobb érzékenységi sávokban (pl. öt %-os változásokkal) is megcsinálhatjuk; az értékképzésre gyakorolt hatások ekkor természetesen még sokkal élesebbek, sarkítottabbak lesznek.

Szokásos még olyan érzékenységi vizsgálatokat is végezni, ahol egyszerre két hajtóerő változását tesztelik; ekkor viszont már nem szabad csak mechanikusan a %-os változtatásokat a képletekbe írni, hanem arra is kell figyelni, hogy bizonyos irányú együttes változások realizisztikusak-e, logikailag ténylegesen bekövetkezhetnek-e együtt. Az pl. eléggé realizisztikus, hogy az értékesítés növekedési rátájának növekedése egyúttal a működési profitráta növekedését is okozhatja (hiszen az realizisztikus, hogy a költségek esetleg kevésbé nőnek, mint az árbevétel), míg az már az adott üzleti tevékenység jellegétől, költségstruktúrájától nagyban függ, hogy pl. a forgótőke-állomány növekedése és a működési

profitráta növekedése egyidejűleg is bekövetkezhet-e együtt, s ha igen, milyen mértékekig.

Az összehasonlítás másik fő célpontja az, hogy az előrejelzés készítése során (explicit vagy implicit módon) feltételezett külső környezeti elemek esetleges változása hogyan módosíthatja az előrejelzést, és ennek folyamányaként a képzett értéket. A külső környezeti elemekre vonatkozó várakozások, ill. feltételezések a scenáriótervezés eredményeként jelentkeznek, ill. a premiszakban testesülnek meg, vagyis a részvénytulajdonosi értékképzés elemzésekor inputként használhatók. A különböző külső környezeti tényezők változása különböző hajtóerőkre (value drivers) van nagyobb hatással, gyakorta egyszerre többre is. Néhány példa:

- új piaci szereplők belépése a piacra az értékesítés növekedési rátáját csökkenti, új technológia megjelenése-elterjedése az értékesítés növekedési rátáját, a működési profitrátát és az állóeszközberuházások volumenét érintheti,

- az állami szabályozás változása (pl. új környezetvédelmi előírások, adótörvény-módosítás, stb.) a működési profitrátát, az állóeszközberuházások volumenét és a fizetendő adó összegét érintheti.

Egy-egy külső környezeti elem esetenként egyszerre több hajtóerő változását is okozhatja, ezért - a logikai kapcsolatok nagyon alapos végiggondolása után - a ceteris paribus-elvű elaszticitási vizsgálat mellett olyan érzékenységvizsgálatot is el lehet végezni, amely egyszerre két, vagy akár több hajtóerő együttes változásának hatását mutatja be. Természetesen az egyes tényezők közötti hatásmechanizmusokat jól kell felmérni, hogy mi mire, hogyan hat, a változása az adott vizsgált tényezőket milyen irányba mozditja el stb.

A külső tényezők sorbavétele és az értékképzés hajtóerőire való hatásuk számbavétele, valamint a belső tényezők változásainak elemzése mint tesztelési módszer tulajdonképpen azt vizsgálja, hogy az elemzés eredményeként kapott részvénytulajdonosi érték mennyire változékony, mennyire érzékeny e változásokra, melyikre milyen mértékben érzékeny stb. Egy ilyen komplex, sok tényezőre kiterjedő, de számítógéppel könnyen kezelhető értékképzési érzékenységvizsgálat eredményeként a döntéshozó vezetők nagy biztonsággal azonosíthatják, hogy melyek azok a belső működési tényezők, elemek, amelyekre nagy figyelmet kell fordítaniuk, ill. melyek azok a külső környezeti tényezők, amelyek változása esetén különösen érzékenyen változhat

a képzett részvénytulajdonosi érték.

Az értékelési vizsgálatok elvégzése esetén az egyes stratégiai alternatívákról nemcsak azt a (legfontosabb) jellemzőt tudjuk megmondani, hogy mennyi az általuk képzett/képezhető részvénytulajdonosi érték, hanem azt is (ráadásul számszerűsítve!), hogy melyek az adott alternatívák legfontosabb kockázati tényezői.

Vagyis, a vezetők tájékozottabbak lesznek, hogy mely belső folyamatokra kell koncentrálniuk, ill. mely külső események alakulását kell nagyon nagy figyelemmel követni, netalántán befolyásolni. Mindezek vállalatirányítási szempontból erőteljesen kihat(hat)nak a vezetői információs rendszer tartalmi kialakítására, módosítására, a vezetői számvitel kialakítására, a vállalati lobby- és PR-tevékenységre, a vezetői érdekelt-ségi rendszerre stb.

Értékelés a beruházások megtérülésének elemzésével

A hagyományos beruházásmegtérülési mutató, a ROI (return on investment) azontúl, hogy valamiféle számviteli adatokon alapszik, egyáltalán nem foglalkozik azzal, hogy az igazi megtérülés-e az, ami eljut a részvényeshez.

A részvénytulajdonosi értékképzés elemzése során egy másik, ún. „érték-ROI”, mutatót alkalmazhatunk, amely ténylegesen a részvénytulajdonosi érték növekedését veti össze a beruházási ráfordításokkal, s megmutatja, hogy egy vállalat mely részlegénél, mely üzleti tevékenységében hogyan hasznosulnak a beruházási pénzek.

Az értékalapú beruházásmegtérülési mutató, az „érték-ROI” definíciója a következő:

„érték-ROI”, = (az üzleti tevékenység stratégiája által képzett részvénytulajdonosi érték) / (a stratégiában szereplő beruházások jelenértéke)

Az „érték-ROI” alapján egyértelműen ragsorolhatóak az egyes stratégiák, stratégiai alternatívák, valamint az egyes üzleti tevékenységek, aszerint, hogy hol milyen magas a beruházások értékképző potenciálja, hatása, értékgeneráló képessége.

Az egyes egységek ilyen értelmű rangsorolása különösen nagy segítséget nyújt a vállalati felsővezetésnek, hiszen a konszernirányítás egyik legfontosabb feladata, s egyben az egyik leghatékonyabb vállalatirányítási módszer a felhasználható források elosztása. Végso soron ahhoz, hogy egy vállalat igazán sikeres legyen hosszú

távon is, az szükségeltetik, hogy a vállalati felsővezetés olyan portfólió-döntéseket hozzon, amelyekkel maximalizálni tudják a befektetett tőke által képzett értéket, s ebben a hagyományos, számviteli alapú megtérülési mutató helyett sokkal jobban, célirányosabban használható az érték-ROI.

Összefoglalás

A részvénytulajdonosi értékképzés elemzése mint módszer, mint megközelítés sokat tud felkínálni a vezetőknek abban, hogy sikerrel kecsegtető komplex stratégiákat találjanak, és azok végrehajtását is sikeresen menedzseljék.

A részvénytulajdonosi értékképzés mint szemlélet, mint megközelítés konzisztens elemzési mód, amely ugyanolyan elvek és módszerek alapján „méri” meg a különböző üzleti tevékenységeket és a különböző üzleti döntéseket. Ezt a módszert, szemléletet használva minden a vállalati erőforrásokért versenyző egység, ill. tevékenység azonos gondolati keretet alkalmaz, ugyanazon „nyelvet” használja. Ráadásul, a mai üzleti gyakorlathoz képest csak nagyon kevés új adat szükséges egy ilyen rendszer kialakításához és használatához (pl. a differenciált tőkeköltségek ilyen újonnan szükséges adatok).

A részvénytulajdonosi értékképzés elemzése, a folyamat végigkövetése érdemi segítséget nyújt a vezetőknek, tényleges döntési helyzetbe hozza őket, hiszen a módszer segítségével fogódzókat kapnak az alábbi vezetői-döntési feladataik elvégzéséhez:

- Megítélhető az alternatív stratégiák közti különbség, hogyan érintik az alternatív stratégiák a részvénytulajdonosi értéket.
- Kiválasztható a maximális értéket képző stratégia.
- Be lehet mutatni a tulajdonosoknak, hogy az elfogadott stratégia mekkora értéket képez számukra, mekkora a részvénytulajdonosi érték és a stratégia által hozzáadott plusz érték.
- A vállalati portfólióban lévő üzleti tevékenységek közül melyik mekkora értéket képez; ez alapján optimalizálni lehet a portfólió-döntéseket, amelyekkel maximalizálni lehet a befektetett tőke által képzett értéket.
- Egyértelműen rangsorolhatóak az egyes stratégiák, stratégiai alternatívák, valamint az egyes üzleti tevékenységek aszerint, hogy hol milyen magas a beruházások értékgeneráló képessége.

• A kiválasztott stratégia esetében, milyen érzékeny az általa generált érték a belső és külső tényezőkre, amelyeken az előrejelzés alapult, melyek a fő kockázati elemek.

- Melyek azok a belső működési tényezők, elemek, amelyekre nagy figyelmet kell fordítaniuk
- Melyek azok a külső környezeti tényezők, amelyek változása esetén különösen érzékenyen változhat a képzett részvénytulajdonosi érték.
- Egy nemzetközileg jól bevált, több módon tesztelt és az értékképzést a figyelem középpontjába állító módszerrel érdemi segítséget kapnak az alábbi vállalati rendszerek tartalmi kialakításához, ill. továbbfejlesztéséhez, módosításához:

- a vezetői számvitel
- a controlling-rendszer
- a vezetői információs rendszer
- a vezetői érdekeltségi rendszer
- a vállalat amortizációs politikája
- a vállalat hitelfelvételi politikája,
- tőkeszerkezete
- a vállalati lobby- és PR-tevékenység.

Felhasznált irodalom

- Blyth, Michael L., Friskey, Elizabeth A., Rappaport, Alfred: Implementing the Shareholder Value Approach, *Journal of Business Strategy*, 1986. ősz, pp. 48-58.
- Brealey/Myers: Modern vállalati pénzügyek, McGraw Hill Europe-Panem Kft.-Nemzetközi Bankárképző, Budapest, 1992
- Brigham, Eugene F., Gapenski, Louis C.: Financial Management: Theory and Practice, New York, 1993
- Clarke, Cristopher J. (ed.): Shareholder Value: Key to Corporate Development, Pergamon Press, Oxford, 1993
- Copeland, Tom., Koller, Tim., Murrin, Jack: Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies, John Wiley & Sons, New York, 1990
- Day, George: Putting Strategy into Shareholder Value Analysis, *Harvard Business Review*, 1990. március-április
- Mills, Roger W., Robertson, John: Strategic Value Analysis: Trying to Run Before You Can Walk, *Management Accounting*, 1992. november
- Porter, Michael E.: Competitive Advantage, Free Press, New York, 1985

1. ábra

